

山西汾酒（600809）调研简报

品牌清理和价格整顿见效

投资要点

- ❖ **销售公司管理关系理顺为销售发展提供有力保障。**销售公司管理权下放给股份公司，有利于销售公司工作的精细化管理，销售公司总经理自 2008 年 2 月上任以来，措施逐渐取得成效。
- ❖ **品牌清理工作取得成效。**销售方式由原来的总代理制变为目前的经销商制度保证了市场的有序发展；开发品牌统一变更为定制产品，并且定制产品的包装由股份公司统一采购，杜绝了开发商制假售假的可能；开发品牌数量降低为 36 个，总品牌数量降低为 72 个，产品品牌进一步清晰，有利于品牌形象提高。
- ❖ **价格体系进一步理顺。**针对开发品牌低价冲击市场的问题，公司提高开发品牌出厂价至公司自有产品出厂价，严格划定市场销售区域，实现所有产品的顺价销售，保证经销商利润空间，增强了经销商的信心。2 月 16 日对竹叶青终端价格上调 10%。
- ❖ **股价催化剂：我们预计 2009 年一季度业绩将会预增。**
- ❖ **风险提示：**销售政策的执行力度、宏观经济的增速都有可能影响公司销售恢复的进展。
- ❖ **维持盈利预测与增持评级。**山西汾酒（08/09/10 年 EPS0.60/0.83/1.04，08/09 年 PE25/18 倍，当前价 14.73 元，目标价 17 元，增持评级）。

项目/年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1527	1847	1559	1835	2129
增长率YoY %		20.9%	-15.6%	17.7%	16.0%
净利润(百万元)	261	360	258	361	455
增长率YoY %		38.0%	-28.1%	39.6%	26.2%
每股收益(元)	0.60	0.83	0.60	0.83	1.05
毛利率%	75.30%	77.13%	78.50%	78.12%	79%
净资产收益率%	21.47%	27.85%	18.20%	22.54%	24.91%

资料来源：中信数量化投资分析系统、朝阳永续 注：股价为 2008 年 2 月 20 日收盘价。净利润指归属于母公司所有者的净利润，不包括少数股东损益。

增持（维持）

当前价：14.73 元

目标价：17.00 元

中信证券研究部

许彪

中信证券农业与食品饮料行业首席分析师。博士后。12 年农业大学学习和工作经历。

电话：010-84588229

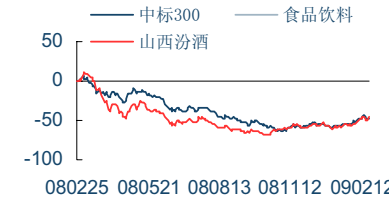
邮件：xb@citics.com

薄官辉

电话：010-84588078

邮件：bgh@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

中标 300 指数	1968.75 点
总股本/流通股本	432.92 / 129.99
近 12 月最高/最低	30.88 元/ 8.43 元
近 1 月绝对涨幅	22.14 %
近 6 月绝对涨幅	26.11 %
今年以来绝对涨幅	35.76 %
12 个月日均成交额	45.90 百万元

相关报道

- 1.《山西汾酒(600809)年报点评—调低盈利预测与评级》.....2008-04-09
- 2.《山西汾酒（600809）重大事项点评—产品提价是公司提升销售状况的开始》.....2008-03-12

销售公司管理关系逐渐理顺

销售公司管理权限下放到股份公司，有利于股份公司的管理。股份公司持有销售公司 60% 的股权，集团公司持有 40% 的股权，之前集团领导在销售公司的管理上拥有较大的话语权，最近集团公司决定将销售公司的管理权下放给股份公司，实现股份公司的产、供、销的更好衔接。此次管理权的下放，也有利于销售公司更好的向一个销售单元回归，摒弃一些与销售无关的业务，有利于股份公司销售工作的开展。

销售公司市场管理措施得当。2008 年 2 月，销售公司总经理郑开源上任后，在集团和股份公司领导支持下，采取了较为果断的措施，在品牌整理和价格整顿上取得良好效果。

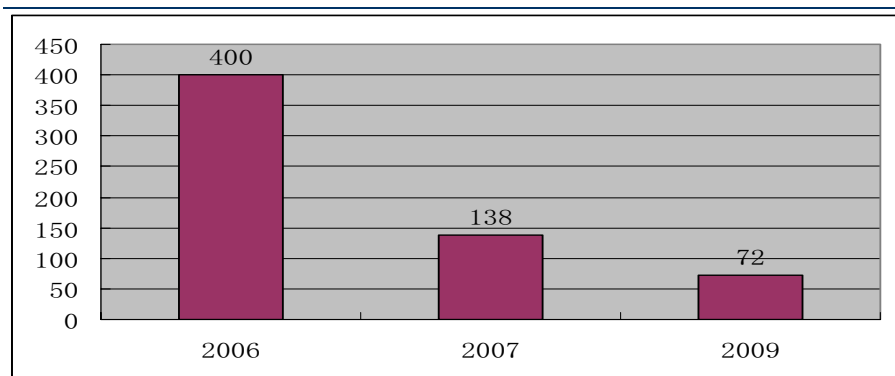
品牌整理取得初步效果

公司之前在销售上过分依靠开发商，而开发商开发品牌众多，开发商品牌和公司自有品牌相互冲击，而且开发商产品销售价格较低，导致价格较混乱。

销售模式改变。在销售方式上，取消了大代理商制度，采用经销商模式。公司目前有 8 个大的销售区域，加上单独考核的竹叶青，一共有九大区。在每个地区内做到一地（一般是市级）一大的经销售，全面代理公司的产品，加大对经销商窜货惩罚的力度，新制度实施后，市场窜货的现象大大改变。

改变开发品牌运作模式。2008 年底开始，在集团和股份公司支持下，将开发品牌转为定制产品，而且包装统一由股份公司采购，改变了原来由开发商采购包装物，公司只销售净酒的模式，也杜绝了开发商利用自己采购包装物的机会，制假售假的可能。

图 1：山西汾酒品牌（品类）数量变化



资料来源：中信证券研究部

开发品牌清理进展较好。2009 年，公司把销售收入低于 500 万元的开发品牌全部取消，让开发商销售公司的其他产品。开发品牌数量的降低，减少了开发品牌和公司自有品牌的相互冲击，提高了公司产品形象。据了解，公司 2009 年保留和发展的品牌（品类）数量是 72 个，比 2007 年大幅降低。根据公司规划，2009 年销售收入低于 1000 万元的开发品牌也会被公司取消，届时公司的开发品牌数量将会进一步降低，品牌的形象进一步得到提升。

公司目前正在制定新的品牌发展战略，而不是一味地以砍品牌为主，当然我们也看到，开发商品牌的减少有利于公司品牌的维护和市场的运行。从品牌发展的规划看，销售模式的改变、开发商运作模式的变化和开发品牌的进一步清理，都是走在树立品牌形象的正确的道路上，这也是我们对公司发展充满信心的基础。

产品价格已经基本理顺

提高开发品牌产品价格。由于之前公司开发品牌的出厂价略低于公司产品的出厂价，因此开发品牌产品对本公司产品价格有冲击。2008 年公司针对这个现象，连续两次提高开发品牌的出厂价格，幅度达到 18%，目前自有品牌和开发品牌价格已经持平。两类产品价格的平衡，保证了市场价格体系的稳定。

保证产品实现顺价销售。在市场的运作上，经过公司的划区域管理，减少开发品牌（品类），严格的市场监管，目前所有产品都已经实现了顺价销售，保证经销商有利润。公司在 2008 年底没有做促销，渠道内没有积压大量的存货，保证了市场价格的稳定，也反映了公司为了市场的长远发展而牺牲短期利益的决心。而我们知道，2007 年 12 月底的促销，冲击了市场价格，打击了经销商的信心，并导致 2008 年一季度业绩大幅下滑。

从产品发展的系列上，公司发展的重点有高端的青花瓷汾酒（出厂价 274），中档的老百汾（主流产品出厂价格 65-68），低档的玻汾（出厂价 20 多元），还有保健酒竹叶青。公司在 2 月 16 日对竹叶青产品零售价格进行上调，提价幅度在 10% 左右，本次提价主要目的是提升竹叶青的品牌价值，也反映了公司对价格体系的信心。

市场销售逐渐恢复

经过上面所述一系列整顿措施，产品系列正在清晰，价格体系正在明晰，经销商的信心正在恢复，市场销售逐渐恢复，而且因为公司产品终端价格在 100 元左右，在经济下滑的时候受到的影响较小。而公司的增长属于恢复性增长，压力较小，确定性较高。

从增长的区域来看，山西省内市场是公司的最大消费市场，年销售额在 10 亿元以上，随着公司销售管理力度的加强，山西市场呈现出恢复性的增长。

省外增长幅度更大。因为省外市场很多都是空白，2009 年公司将投入更多的人力和资金开发省外市场，在汾酒品牌的带领下，产品的利润空间吸引经销商加入，汾酒在省外主要市场如山东、东北、内蒙古和江苏的增长速度较快。

主要盈利预测假设：

1. 2009 年我们预计各品牌都保持了较好的增长：

表 1：2009 年分品牌销量预测

	2009 年销量(吨)	同比增长 (%)
国藏	45	0
青花瓷	600	15%
老百汾	9900	10%
玻汾	4000	11%
竹叶青	2600	18%

资料来源：中信证券研究部

2. 在销售公司严格控制费用情况下，公司营销费用保持稳定，预计比 2008 年略有增长。

预计 2009 年实现收入 18.3 亿元，实现 EPS 0.83 元。

维持“增持”的投资评级

我们预计 08、09 年公司全年实现销售 15.6、18.3 亿元，实现 EPS0.6 和 0.83 元/股，09 年动态市盈率只有 18 倍，估值较低。考虑到公司销售存在的问题正在逐步解决，公司销售逐步恢复，考虑到公司恢复性增长的确定性较高，给予 20-25 倍的估值，公司目标价在 16.5-20.7 元左右。

股价催化剂：公司 2008 年一季度基数较低，公司 2009 年一季度恢复较好，业绩预增的可能性较大。山西汾酒（08/09/10 年 EPS 0.60/0.83/1.04，08/09 年 PE 25/18 倍，当前价 14.73 元，目标价 17 元，增持评级）。

利润表（万元）				
	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	184,679	155,888	183,549	212,917
营业成本、税金	(70,979)	(62,631)	(74,062)	(84,781)
主营业务利润率	61.6%	59.8%	59.7%	60.2%
主营业务利润	113,701	93,257	109,488	128,136
主营利润增长率	35.3%	-18.0%	17.4%	17.0%
营业费用	(36,290)	(38,972)	(40,381)	(44,713)
营业费用率	19.7%	25.0%	22.0%	21.0%
管理费用	(9,206)	(15,973)	(16,640)	(17,157)
管理费用率	5.0%	10.2%	9.1%	8.1%
财务费用	352	1,437	2,623	3,018
资产减值准备	(49)	0	0	0
公允价值变动与投资收益	13	20	20	20
营业利润	68,521	39,769	55,110	69,305
营业利润率	37.1%	25.5%	30.0%	32.6%
营业外收支	-1,749.9	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
利润总额	66,771	38,769	54,110	68,305
利润率	36.2%	24.9%	29.5%	32.1%
所得税	(25,249)	(9,692)	(13,528)	(17,076)
净利润	41,521.5	29,076.8	40,582.8	51,228.4
少数股东损益	(5,565.7)	(3,231.6)	(4,510.4)	(5,693.5)
归属母公司净利润	35,956	25,845	36,072	45,535
净利率	19.47%	16.58%	19.65%	21.39%
	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	41,521	29,077	40,583	51,228
折旧与摊销	3,008	3,461	3,686	3,936
坏帐准备、资产减值准备	49.4	320.3	56.8	60.3
营运资金变动	-37,029	68,824	-4,753	-3,672
经营活动现金净流	7,550	101,683	39,572	51,553
资本开支	-106,888.76	-4,000	-5,000	-5,000
其他	-18,395	0	0	0
投资活动现金净流	-125,283	-4,000	-5,000	-5,000
募集资金		150,000	0	0
股息	-34,656.85	-12,923	-18,036	-22,767
银行贷款变动	-73	-282	200	200
其他		-152,585	-3,608	-4,555
筹资活动现金净流	-34,729	-15,790	-21,445	-27,122
现金净流量	-152,462	81,892	13,128	19,431

资产负债表（万元）				
	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	17,201	112,222	131,653	156,159
应收款项	74,398	6,406	7,543	8,750
存货	49,653	43,817	52,106	59,850
其他流动资产	1,441	7,794	9,177	10,646
流动资产合计	142,693	156,791	180,671	210,461
非流动资产净值	42,870	43,472	44,849	45,977
无形资产及其他资产	3,086	3,122	3,159	3,195
资产总计	188,648	203,385	228,679	259,633
短期贷款	482	0	0	0
应付账款	6,238	3,246	3,860	4,433
其他流动负债	41,721	46,063	51,505	57,679
流动负债合计	48,441	49,309	55,364	62,113
非流动负债	0	300	600	900
负债合计	48,441	49,609	55,964	63,013
股东权益	129,087	142,009	160,046	182,813
少数股东权益	11,120.2	11,766.5	12,668.5	13,807.2
负债股东权益合计	188,648	203,385	228,679	259,633
	2007	2008E	2009E	2010E
增长率（%）				
营业收入	20.91%	-15.59%	17.74%	16.00%
营业利润	35.94%	-41.96%	38.58%	25.76%
净利润	37.97%	-28.12%	39.57%	26.23%
利润率（%）				
毛利率	61.57%	59.82%	59.65%	60.18%
EBITDA Margin	38.56%	26.80%	30.59%	32.97%
EBIT Margin	36.93%	24.58%	28.58%	31.12%
净利率	19.47%	16.58%	19.65%	21.39%
回报率（%）				
净资产收益率	27.85%	18.20%	22.54%	24.91%
总资产回报率	19.06%	12.71%	15.77%	17.54%
其他（%）				
资产负债率	31.57%	30.18%	30.01%	29.59%
所得税	37.82%	25.00%	25.00%	25.00%
股息率	1.49%	2.03%	2.83%	3.57%

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准	股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
		增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			